

# みずほマーケット・トピック (2019 年 3 月 8 日)

## 週末版

### 内容 1. 為替相場の動向

### 2. 来週の注目材料

### 3. 本日のトピック: ECB 政策理事会を終えて～ドラギ総裁は 1 度も利上げできずに退任へ～

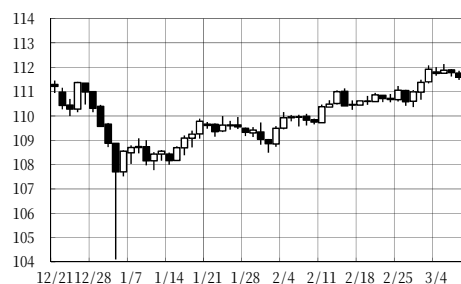
#### 1. 為替相場の動向 (関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、 「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は年初来高値を更新後に軟化した。週初 4 日に 111 円台後半でオープンしたドル/円は、関係者談として「米中通商合意が近い」と伝わる中で 112 円台に乗せた。しかし、ユーロ/円の下落や高寄りした NY ダウ平均株価がマイナス圏に沈み、300 ドル超下落する動きに 111 円台半ばまで連れ安となった。5 日は米 2 月 ISM 非製造業指数が予想を上回ったことからドル買いが進み一時週高値となる 112.13 円をつけ年初来高値を更新したが、この水準では利益確定売りが入り 111 円台に押し戻された。6 日は中国株高を受けて 112 円手前まで上昇したが、貿易統計での輸出鈍化を嫌気し株式市場が徐々に軟化する動きに円買い優勢となり 111 円台半ばまで値を下げた。しかし、翌日の ECB 政策理事会を控えた調整からドルが買い戻される場面もあり 111 円台後半まで反発。7 日は ECB がフォワードガイダンスを修正し、「主要政策金利は少なくとも今年末まで、また必要な間、現行水準にとどまると予想する」とした。さらに、期間 2 年の貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO) の第 3 弾を 9 月から実施すると発表し、ユーロ/円が下落する中で一時週安値となる 111.48 円をつけた。本日のドル/円は 111 円台後半で推移している。
- 今週のユーロ/ドル相場は ECB 政策理事会後に急落した。週初 4 日に 1.13 台後半でオープンしたユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1390 をつけたが、米中通商協議の進展期待からドルが買われたことやユーロ/円の下落などに連れて 1.13 台前半まで急落。しかし、その後は米金利低下を受けたドル売りやユーロ/円の下げ止まりを背景に 1.13 台半ばまで反発した。5 日は米経済指標の結果を好感したドル買いからユーロ/ドルは 1.13 を割り込んだが、米金利低下を受けたドル売りの影響から 1.13 台を回復。6 日は ECB 政策理事会を翌日に控え、「ECB が見通しを引き下げ新たな資金オペである TLTRO を検討する可能性がある」と報じられたことからユーロ売りが強まり 1.12 台後半まで値を下げたが、米金利が低下する動きにドルが売られ 1.13 台前半まで値を戻した。7 日はドラギ ECB 総裁の会見がハト派寄りの内容だったことからユーロ売り優勢地合いとなり急落、2017 年 6 月以来の安値となる 1.1177 をつけた。本日のユーロ/ドルは 1.11 台後半で推移している。

#### 今週のおもな金融市場動向 (出所: ブルームバーグ、みずほ銀行)

|              |          | 前週末       | 今 週       |           |           |           |  |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--|
|              |          | 3/1(Fri)  | 3/4(Mon)  | 3/5(Tue)  | 3/6(Wed)  | 3/7(Thu)  |  |
| ドル/円         | 東京9:00   | 111.37    | 111.93    | 111.79    | 111.86    | 111.62    |  |
|              | High     | 112.08    | 112.01    | 112.13    | 111.92    | 111.86    |  |
|              | Low      | 111.33    | 111.64    | 111.73    | 111.62    | 111.48    |  |
|              | NY 17:00 | 111.92    | 111.75    | 111.88    | 111.78    | 111.59    |  |
| ユーロ/ドル       | 東京9:00   | 1.1373    | 1.1375    | 1.1337    | 1.1306    | 1.1313    |  |
|              | High     | 1.1409    | 1.1390    | 1.1341    | 1.1324    | 1.1320    |  |
|              | Low      | 1.1353    | 1.1309    | 1.1290    | 1.1286    | 1.1177    |  |
|              | NY 17:00 | 1.1368    | 1.1340    | 1.1307    | 1.1308    | 1.1193    |  |
| ユーロ/円        | 東京9:00   | 126.67    | 127.32    | 126.73    | 126.47    | 126.27    |  |
|              | High     | 127.50    | 127.37    | 126.93    | 126.53    | 126.42    |  |
|              | Low      | 126.65    | 126.46    | 126.36    | 126.18    | 124.69    |  |
|              | NY 17:00 | 127.21    | 126.71    | 126.52    | 126.38    | 124.93    |  |
| 日経平均株価       |          | 21,602.69 | 21,822.04 | 21,726.28 | 21,596.81 | 21,456.01 |  |
| TOPIX        |          | 1,615.72  | 1,627.59  | 1,619.23  | 1,615.25  | 1,601.66  |  |
| NYダウ工業株30種平均 |          | 26,026.32 | 25,819.65 | 25,806.63 | 25,673.46 | 25,473.23 |  |
| NASDAQ       |          | 7,595.35  | 7,577.57  | 7,576.36  | 7,505.92  | 7,421.46  |  |
| 日本10年債       |          | -0.01%    | 0.00%     | 0.01%     | 0.00%     | -0.01%    |  |
| 米国10年債       |          | 2.75%     | 2.72%     | 2.72%     | 2.69%     | 2.64%     |  |
| 原油価格 (WTI)   |          | 55.80     | 56.59     | 56.56     | 56.22     | 56.66     |  |
| 金 (NY)       |          | 1,293.40  | 1,286.71  | 1,288.00  | 1,286.37  | 1,285.62  |  |

#### ドル/円相場の動向



#### ユーロ/ドル相場の動向



## 2. 来週の注目材料

- ・米国では、今晚に2月雇用統計が発表される。1月の非農業部門雇用者数は前月比+30.4万人と大幅に増加した反動もあり、2月はややペースを落としつつも同+18.0万人と底堅い伸びを維持する見通。失業率は政府機関閉鎖の影響がはく落し、再び3.9%へと低下すると予測されている。時間当たり賃金は前年比+3.3%と1月の同+3.2%から加速すると見込まれている。週明け11日(月)には1月小売売上高の発表があり、前月比0.0%(12月:同▲1.2%)と横ばいが予想されている。1月の自動車販売台数は減少となった前月比▲5.1%と2014年9月以来の大幅な落ち込みとなり、小売売上高の自動車部分も大きく減少したとみられる。ガソリンスタンドの売上高も需要・価格ともに減少しており押し下げとなりそうだが、自動車とガソリンを除く小売売上高は同+0.6%と前月(同▲1.4%)から持ち直すと見込まれている。12日(火)には2月消費者物価指数(CPI)、13日(水)には2月生産者物価指数(PPI)の発表がある。総合CPIは前月比+0.2%とエネルギー価格の下落による下押しが緩和し、コアCPIも同+0.2%と前月と同程度の伸びとなる見通しだ。総合PPIもエネルギーが持ち直し前月比+0.2%、コアPPIも同+0.2%と予測されている。金融政策関連では、9日(土)にパウエルFRB議長がスタンフォード大学経済政策研究所で金融政策正常化についての講演を行い、ブラック・アウト期間に入る。
- ・本邦では、13日(水)に1月機械受注(船舶・電力を除く民需)が発表される。1月工作機械受注(みずほ銀行による季節調整値)が前月比▲4.0%と5か月連続で減少する中、市場では機械受注も同▲1.9%と減少すると予測されている。1月が予想通りとなった場合、10～12月期比でも▲1.9%となり、2月に公表された主要な機械製造業者による1～3月期の機械受注見通し(前期比▲1.8%、調査時点は12月下旬)並みの減少と、設備投資が下振れる可能性を示唆する結果となりそう。また、14～15日に日銀金融政策決定会合が開催されるが、今回も特段の政策変更は行われな見込みだ。1月分の経済指標は軒並み悪化しており、景気判断は下振れリスクが高まっているものの、日銀の取り得る手段が限られている中で為替相場も安定している状況下では現状維持が濃厚である。

|         | 本 邦                                  | 海 外                                                                                                    |
|---------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3月8日(金) | ・2月景気ウォッチャー調査                        | ・独1月製造業受注<br>・米2月雇用統計<br>・米1月住宅着工件数                                                                    |
| 11日(月)  | ・2月マネーストック                           | ・独1月鉱工業生産<br>・独1月貿易統計<br>・米1月小売売上高<br>・米12月企業在庫                                                        |
| 12日(火)  | -----                                | ・米2月消費者物価指数<br>・ユーロ圏財務相会合                                                                              |
| 13日(水)  | ・2月国内企業物価<br>・1月第3次産業活動指数<br>・1月機械受注 | ・ユーロ圏1月鉱工業生産<br>・米2月生産者物価指数<br>・米1月耐久財受注(速報)<br>・米1月建設支出                                               |
| 14日(木)  | ・日銀金融政策決定会合(～15日)                    | ・独2月消費者物価(確報)<br>・米1月新築住宅販売                                                                            |
| 15日(金)  | -----                                | ・ユーロ圏2月消費者物価(確報)<br>・米3月ニューヨーク連銀製造業景気指数<br>・米2月鉱工業生産<br>・米3月ミシガン大学消費者マインド(速報)<br>・米1月TICレポート(対外対内証券投資) |

## 【当面の主要行事日程(2019年3月～)】

ECB政策理事会(4月10日、6月6日、7月25日)

日銀金融政策決定会合(4月24～25日、6月19～20日、7月29～30日)

米FOMC(3月19～20日、4月30日～5月1日、6月18～19日)

### 3. ECB 政策理事会を終えて～ドラギ総裁は 1 度も利上げできずに退任へ～

#### 修正点は 2 つ：予想通りと予想外

昨日の ECB 政策理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ（MRO）金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。一方、大きな変更点が 2 つあった。1 つ目はフォワードガイダンスが修正されたこと、2 つ目はターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の実施方針が示されたことである。前者は予想通り、後者は予想外である。フォワードガイダンスについて言えば、現行の「少なくとも 2019 年夏までは」という低金利据え置きコミットメントは形骸化していたため修正は必至と見られていた。しかし、修正された表現が小刻み過ぎるのではないかという懸念が筆者の第一印象である。これでは想定外が生じた時にまた表現に手を加える必要が出てくるように思える。片や、後者には意外感があった。もちろん、2020 年 6 月に TLTRO2 のもとまった幅の償還が行われることを踏まえれば、1 年以内の流動性比率を改善することを企図した TLTRO3 は 2019 年 6 月までに実施する必要があった。しかし、1 月会合でこれといった予告が行われていたわけでもなかったし、ドラギ総裁もあくまで 1 月はリスクバランスの修正に議論の大半が費やされたということを述べていた。一足飛びに実施の決定まで至ったのは驚きである（だが、声明文にその方針が記載されただけで仕様が先送りになっている。この点、今回が予告という位置付けだろうか）。市場は当然ユーロ売りで反応しており、ユーロは対ドルで 1.1177 と 1 年 9 か月ぶりの安値をつけている。

今回の記者会見では最初の質問者に対しドラギ総裁が「a broad account」と称して、今回の会合のポイントを要約、披露するという場面が見られている。それだけの説明を要する会合だったということであり、ECB としても重要な会合（いわゆる Live meeting）だったことが窺える。だが、ドラギ総裁は 1 月時点で、あくまで現状は「the assessment mode」であって「the policy mode」ではないと回答し、政策変更を考える時期ではないことを示唆していた。この 6 週間で考え方が大分変わったのだろう。

#### スタッフ見通しは異例の下方修正幅

なお、上記 2 点の修正に加え、3 点目として見るべきポイントがある。それは ECB スタッフ見通しの修正幅である（表）。平時においてこれほど大きな下方修正はかなり珍しいものであり、その意味において「平時とは言えない」という意図も

ECBのスタッフ見通し(2019年3月)

|                                 | 2019                 | 2020                 | 2021                 |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 消費者物価上昇率(HICP)<br>(前回:2018年12月) | 0.9～1.5<br>(1.1～2.1) | 0.8～2.2<br>(0.9～2.5) | 0.8～2.4<br>(0.9～2.7) |
| 実質GDP<br>(前回:2018年12月)          | 0.7～1.5<br>(1.1～2.3) | 0.7～2.5<br>(0.8～2.6) | 0.5～2.5<br>(0.5～2.5) |

(%)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2019～21年が1.14。

見え隠れする。昨年 12 月時点の予測と比較すると、実質 GDP 成長率に関し、2019 年は+1.7%から+1.1%へ、2020 年は+1.7%から+1.6%へ、2021 年は+1.5%で据え置きとなった。たった 3 か月で目先の GDP 見通しが▲0.6%ポイントも引き下げられるのは異例である。この間、特別なショックが起きたわけではないことを思えば、やはりユーロ圏経済を最もウォッチしているはずの ECB でもドイツを中心とする失速の度合いは単に甘く見ていたということなのかもしれない（なお、6 日に公表された OECD 世界経済見通しでは+1.0%とさらに弱気である）。なお、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）に関しては、2019 年

が+1.6%から+1.2%へ、2020 年は+1.7%から+1.5%へ、2021 年は+1.8%から+1.6%へ引き下げられている。GDP の▲0.6%ポイントと整合的に HICP も▲0.4%ポイントとかなりまとまった幅で修正されている。景気停滞の背景としては引き続き地政学的要因、保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性などが挙げられており、これらはリスク評価が引き下げられた 1 月会合から変わっていない。なお、こうした仕上りの数字はその弱さが報じられた 1 月の IMF 世界経済見通し改定よりもさらに弱いものである。IMF 見通しではユーロ圏の実質 GDP に関し、2019 年は+1.6%、2020 年は+1.7%と見込んでいた。正常化プロセスの手を止め、流動性供給策を（事前予告無しで）打ち出す以上、それと整合的なスタッフ見通しが必要になったということだろう。

### フォワードガイダンスの小幅修正は悪手という印象

しかし、スタッフ見通しとの整合性を意識するのであれば、フォワードガイダンスはやや中途半端な修正にとどまった感が否めない。直感的に「2019 年の HICP が+1.2%なのに年内利上げを示唆するのは適切なのか」という疑問はある。EONIA 先物に織り込まれた利上げ見通しは少なくとも 2020 年春までの金利据え置きであり、この点、年内に固執する必要はなかった。この背景については、「全会一致にこだわったドラギ総裁がドイツを筆頭とするタカ派を説得するために年内とした」という説が濃厚だろう。だが、先行きを考えた時、11 月 1 日に就任する新 ECB 総裁はそのガイダンスの取り扱いに難渋することが懸念される。10 月までにはギリシャやポルトガルの総選挙が想定され、英国の EU 離脱（ブレグジット）もどうなっているか分からない。政策の性質上、フォワードガイダンスの修正は少ない方が望ましいことを思えば、3 か月程度（9 月→12 月）の延長にこだわるのではなく、単にカレンダーの日付を消して「当面の間（for a while）」などで茶を濁した方が後顧の憂いを断つことができたのではないだろうか。

この点、ある記者が「フォワードガイダンスは経済状況に応じたもの（the state-contingent part）と日付に応じたもの（the time-contingent part）と 2 種類あるが、何故柔軟性が縛られる日付に応じたタイプにしたのか」と質問している。ドラギ総裁は「確かに経済状況に応じたフォワードガイダンスには柔軟性が認められるが、抽象性は効果を損なう」といった趣旨の回答を行っている。その通りではあるが、間断なく修正を迫られるフォワードガイダンスはより効果を損なう恐れがあるだろう。いずれにせよ 12 月まで低金利を約束したことによって、10 月いっぱい退任するドラギ総裁は 1 度も利上げすることなくその座を去ることになる。ドラギ時代は危機対応に支配されたまま幕を閉じることになる。

### TLTRO3 に「ご褒美」はなし

今回の会合の目玉である TLTRO3 については、1 月会合後の記者会見でドラギ総裁が「新たな TLTRO について数人から言及があったが、何も決定されなかった。これは今回の理事会では政策について討議はせず、評価（アセスメント）のみに焦点を当てたことが理由だ」と述べていた。会見時点では「言及があった」程度の話であった。2 月に発表された同会合の議事要旨では確かにやや踏み込んだ表現が見られていたが、それでも「この点に関する決定を早急に行うべきではないが、将来的な流動性供給に向けた政策の選択肢を用意するために必要な技術的分析を迅速に進める必要がある」と決定は急ぐものではないとされていた。今回、ユーロ相場が売られているのは、やはり事前のコミュニケーションが乏しかったゆえに、サプライズが引き起こされた結果なのだと考えられる。

ちなみに、TLTRO3 について現時点で詳しい仕様は公表されていない。「Further details on the precise

terms of TLTRO-III will be communicated in due course」とあることから、その建付けは今後考察することになる。現在分かっている条件は①2020年9月に開始され2021年3月まで実施されること、②資金供給の満期は2年であること、③主要リファイナンスオペ金利に連動する変動金利であること、④2月28日時点の適用可能貸出残高の30%を上限とすること、である。これらを見る限り、TLTRO2で話題となった貸出実績に応じてマイナス金利ボーナスが貰えるという特性はTLTRO3には想定されていない。ドラギ総裁も会見で解説する通り、今回の措置は今後2～3年を見通した際にユーロ圏の金融機関を取り巻く資金調達環境がタイト化する状況に対応するものである（その状況をドラギ総裁は「混雑（congestion）」と呼んでいる）。前回のTLTRO2はどちらかと言えば、「マイナス金利で収益性が劣化している銀行への補助金」という様相が強かったが、今回は必要に迫られて実施されるものであるため、そうした「ご褒美」は不要ということかもしれない。なお、ドラギ総裁はTLTROの「T（targeted）」はあくまで実体経済への貸出を促進したいのであって、その低金利の資金で国債を買ってもらおうようなことがあってはならないと強調している。中身は分からないが趣旨はこれまで通りとなりそうである。

「混雑（congestion）」の背景は既存のTLTRO2が2020年6月に第1回目の満期償還（当初実行額の約4000億ユーロ相当の大半がまだ未返済）を迎えるほか、大量の銀行債償還や各種規制対応が指摘されている。この点、TLTRO3を緩和策ないし刺激策であるかのように捉える解説や報道は誤りである。大きく報じられてはいないが、通常の資金供給オペにおける固定金利・無制限という措置も2021年3月までは継続される方針が今回決定されている。金融機関の資金調達環境を整えることと、緩和措置は似て異なるものであり、今回のTLTRO3自体、景気が失速する以前から政策理事会でも話題には出ていた。

## 為替相場への影響

しかし、2019年を中心としてこれだけ経済・物価見通しを大幅に引き下げた以上、よほどの想定外のショックがない限り、経済・金融認識の修正に伴う追加緩和は難しくなったようにも思える。実際問題として、「拡大資産購入プログラム（APP）の再開」という大きな一手を除けばECBにはもう殆ど手が残されておらず、これを使うタイミングは相当慎重を期してくるだろう。もちろん、フォワードガイダンスを再び伸ばすことは大いに想定されるがそれは市場予想の後追いであり、今回がそうだったようにそれほどユーロ売りには効かないと考えたい（今回のユーロ売りはTLTRO3決定に反応したものである）。

かかる状況下、当面、ECBがさらなるユーロ売り材料を提供してくる可能性はあまり高くないというのが筆者の見立てである。一方、会見でもドラギ総裁が言及していたように、2019年の米国経済はトランプ減税の効果が徐々に剥落していく（a waning effect of the fiscal package）ことが予想される。ドルは金利も通貨も頭一つ抜け出たポジションにあることを思えば、より調整に晒されやすい通貨だろう。対ドルでのユーロ相場は今は底値付近にあるのではないかと考えている。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。





バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                    |
|-------------|-----------------------------------------------|
| 2019年3月5日   | 米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」                         |
| 2019年3月4日   | 大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～                  |
| 2019年3月1日   | 週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)      |
| 2019年2月27日  | 米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～                       |
| 2019年2月25日  | 円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～                      |
| 2019年2月22日  | 週末版                                           |
| 2019年2月21日  | FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～                       |
| 2019年2月20日  | 自動車関税を前に考える日欧の立ち位置                            |
| 2019年2月18日  | 停滞する日米欧中銀への期待と為替相場                            |
| 2019年2月15日  | 週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)            |
| 2019年2月14日  | 看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～                      |
| 2019年2月13日  | ドル/円相場は新常态にあるのか?                              |
| 2019年2月12日  | 変わりそうにない対外直接投資の潮流                             |
| 2019年2月8日   | 週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～) |
| 2019年2月7日   | 次期ECB総裁レースの現状整理                               |
| 2019年2月6日   | バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状                          |
| 2019年2月5日   | ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～                     |
| 2019年2月1日   | 週末版                                           |
| 2019年1月31日  | FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～                          |
| 2019年1月29日  | 「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略                  |
| 2019年1月28日  | 円安リスクの点検～円高のメインシナリオを掘るがすもの～                   |
| 2019年1月25日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)       |
| 2019年1月24日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～                  |
| 2019年1月22日  | 堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速                           |
| 2019年1月21日  | 対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～                   |
| 2019年1月18日  | 週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)    |
| 2019年1月17日  | 英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～                      |
| 2019年1月11日  | 週末版                                           |
| 2019年1月8日   | 財界トップの相場観と静か過ぎる「波」                            |
| 2019年1月7日   | 「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について                     |
| 2019年1月4日   | 波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～                       |
| 2018年12月27日 | 3つの論点で要約する19年見通し                              |
| 2018年12月25日 | FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～                  |
| 2018年12月21日 | 週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)               |
| 2018年12月19日 | FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー                      |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)                  |
| 2018年12月17日 | 2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?                     |
| 2018年12月14日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)             |
| 2018年12月12日 | 2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～                    |
| 2018年12月11日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～                       |
| 2018年12月10日 | 動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU                         |
| 2018年12月7日  | 週末版                                           |
| 2018年12月5日  | 遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～                        |
| 2018年12月4日  | バリ暴動の読み方～2つの懸念～                               |
| 2018年12月3日  | 米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～               |
| 2018年11月30日 | 週末版                                           |
| 2018年11月28日 | メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～                   |
| 2018年11月27日 | 続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由                      |
| 2018年11月26日 | ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～                       |
| 2018年11月22日 | 週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)   |
| 2018年11月21日 | ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場                          |
| 2018年11月20日 | ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について                        |
| 2018年11月19日 | イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)                  |
| 2018年11月16日 | 週末版                                           |
| 2018年11月15日 | メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～                        |
| 2018年11月14日 | ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか                           |
| 2018年11月13日 | 四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～                           |
| 2018年11月12日 | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望                             |
| 2018年11月9日  | 週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)         |
| 2018年11月8日  | メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～                   |
| 2018年11月7日  | 示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～                    |
| 2018年11月6日  | 露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～                   |
| 2018年11月5日  | 米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～                      |
| 2018年11月2日  | 週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)               |
| 2018年10月30日 | 「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～                     |
| 2018年10月29日 | メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～                 |
| 2018年10月26日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)                |
| 2018年10月25日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～                       |
| 2018年10月24日 | 「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由                        |
| 2018年10月23日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)                   |
| 2018年10月19日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)        |
| 2018年10月18日 | 為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～                     |
| 2018年10月17日 | ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～                        |
| 2018年10月16日 | ユーロ相場と資本フローの近況                                |
| 2018年10月15日 | 為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～                    |
| 2018年10月12日 | 週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)   |
| 2018年10月11日 | NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～                   |
| 2018年10月10日 | ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係                         |
| 2018年10月9日  | 米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～                     |
| 2018年10月5日  | 週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)              |
| 2018年10月4日  | ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～                      |
| 2018年10月3日  | イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～                    |
| 2018年10月2日  | 外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～                 |
| 2018年10月1日  | 円高見通しが実現していない理由                               |
| 2018年9月28日  | 週末版                                           |
| 2018年9月27日  | FOMCを終えて～見えてきた転換点～                            |
| 2018年9月25日  | メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～                   |
| 2018年9月21日  | 週末版                                           |
| 2018年9月20日  | 安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～                       |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)                   |